

## マネージャー・ストラクチャーを考える（下）

マネージャー・ストラクチャー構築において、特定運用機関への依存度を高くしないことは、リスク分散の意味で重要である。ただ、全体の姿を意識しないままに運用機関を分散すると、本来の目的である運用の効率化に反するケースも発生する。全体を管理するスポンサーにとっては、「木を見て森を見ず」とならないように留意する必要がある。

前回紹介したように、マネージャー・ストラクチャーを通じて、スポンサーは運用目標の効率的な達成を目指すことができる。運用機関の得意とする投資対象や運用手法が異なるため、投資対象ごとに能力の高い運用機関を選別し、うまく組み合わせることができれば理想的である。とはいえ、マネージャーの能力（運用成果）の不確実性や、資金規模に伴う投資制約（運用の自由度低下）を考慮すると、運用機関をある程度、分散して採用するのが一般的である。

ただ、スポンサーが直接、費用負担する運用報酬は、通常は規模逓減型の料率体系であり、採用機関数の増加（委託規模の細分化）は、運用コストの増加を招くことになる。さらに、闇雲に多数の運用機関を採用すれば、管理が煩雑で、間接コストの増加要因になってしまう。

また、各運用機関は自身が運用委託されたファンドのみに責任を負う独立した意思決定者であり、スポンサーの立場で運用機関全体を見渡した場合、次のような問題が生じることがある。

## ① ミスフィットリスク

各運用機関が類似した投資戦略（ポートフォリオ）を採った結果、アセットクラス全体で特定のスタイル<sup>（注1）</sup>に偏ったポートフォリオが構築されること。政策アセットミックスが前提にしたのと大きく異なるアセットクラスの特長となり、意図したパフォーマンスを確保できない可能性がある。

（注1）対象となるアセットクラス内で、一貫したパフォーマンス格差を生み出す運用方針や属性のこと。

株式の場合は、規模（大型・小型）、Value・Growthの2軸で分類するのが一般的である。

## ② 相殺取引

各運用機関の相反する投資行動（たとえば、同一銘柄の売りと買い）により、取引行為が内部的に見て相殺されること。取引後、運用資産全体では何も変わらないのに、執行コストだけが費やされることになる。特に、バランス型運用で、アセットアロケーションの変更により超過収益を狙う戦略では、投資の意思決定の対象（アセットクラス）が限られるだけに、こうした問題が生じやすい。

## ③ コスト高なパッシブ運用

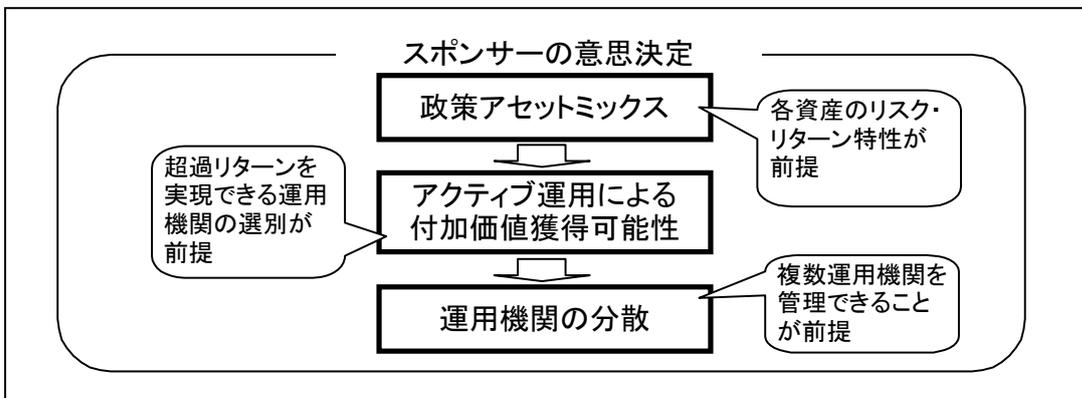
各アクティブ運用機関が、それぞれ銘柄分散したポートフォリオを構築した結果、全体ではパッシブ運用とあまり差のないポートフォリオが出来上がること。実質的に大口のパッシブ運用なのに、小口のアクティブ運用の料率で運用報酬を支払っているのなら、極めて非効率である。

④ 過剰な流動性

キャッシュ化が必要な事態に備え、各運用機関がそれぞれ流動性を確保する結果、全体では必要以上の流動性を有していること。収益機会を十分に活かしきれず、パフォーマンス達成の足枷にもなりかねない。

こうした余計なリスクやコストの負担で、運用目標の効率的な達成が阻害されることとなれば、マネージャー・ストラクチャー構築の本来の目的に反することになる。こうした点を十分認識し、全体を見据えた管理を行うのもスポンサーの役割である。逆に、スポンサーは、自身の管理体制に応じて自由にストラクチャー構築できるのだから、コントロール不能な（前提を満たさない）問題が生じるのであれば、より上位の意思決定が優先されるべきである（図表）。

図表 運用機関を採用するまでの意思決定



政策アセットミックスに合致した運用の実現を第一義的に捉えて、ここ数年で急速に認知されてきたスタイルの重要度を考えれば、意図せざる「ミスフィットリスク」の発生は回避したいところである。そのためには、スタイル分散にあわせて運用機関分散を行い、スポンサー自身がスタイル管理を行うことが最善であろう。運用機関ごとに得意とする運用スタイルが異なるため、スタイルごとに運用機関を採用するのは合理的だし、投資対象範囲が分離されるため、相殺取引などの問題も生じにくい。

一方、同一の投資対象において運用機関を分散する限り、「相殺取引」や「コスト高なパッシブ運用」の問題がある程度、発生するのはやむを得ないだろう。ただ、アクティブな投資機会の拡大を目的に行う、投資アイデア（超過リターンの源泉）の異なる運用機関への分散と、運用機関の能力選別の困難さを補うために行う分散とは、本質的に異なったものである。運用機関の選別能力に自信がないほど、運用機関の分散は魅力的に映るが、安心感を得るために要するコストが適正であるかどうかを、他のストラクチャー（たとえば、パッシブ運用中心）と比較した上で、見極める必要があるだろう。

このように、マネージャー・ストラクチャーの構築に際しては、自ら意図しない状態や不要なコストが発生しないように、幅広い視野で全体を捉えることが重要である。単に、運用機関を分散させるだけでは、プルーデントな（思慮深い）意思決定とはいえないのである。